

2021. 10. 28



▲ 조선/기계
Analyst 김현
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **60,000 원**

현재주가 (10/27) **42,550 원**

상승여력 **41.0%**

KOSPI 3,025.49pt

시가총액 8,383억원

발행주식수 1,970만주

유동주식비율 55.57%

외국인비중 20.42%

52주 최고/최저가 67,300원/24,800원

평균거래대금 46.3억원

주요주주(%)

현대제뉴인 외 6 인 36.18

국민연금공단 5.02

BlackRock Fund Advisors 외 10 인 5.01

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.6 -26.3 55.3

상대주가 4.2 -21.6 19.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,852.1	157.8	3.2	164	-63.9	61,454	182.5	0.5	5.5	0.3	102.1
2020	2,617.5	91.6	-9.7	-490	-83.3	61,841	-66.9	0.5	7.0	-0.8	111.4
2021E	3,398.4	227.5	157.9	8,016	2,010.0	68,999	5.3	0.6	4.7	12.3	112.4
2022E	3,150.9	183.6	104.8	5,319	-34.1	73,456	8.0	0.6	4.9	7.5	98.9
2023E	3,232.7	244.5	150.2	7,622	42.4	80,213	5.6	0.5	3.6	9.9	88.5

현대건설기계 267270

양호한 실적 Vs. 중국시장의 역성장

- ✓ 3Q21 매출액 8,138억원(+30.4% YoY), 영업이익 430억원(+63.5% YoY) 호실적 기록
- ✓ 단일 최대시장인 중국 판매 부진에도 신항국 직수출과 선진국 시장 개선으로 상쇄
- ✓ 그룹 건설기계 사업 재편과정에서 브라질/중국법인의 추가 지분매입은 연말 마무리
- ✓ 현대두산인프라코어와의 시너지 창출 확인된다면, PER 5.3배의 주가는 재평가 가능
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 60,000원 - 중국 역성장은 아쉬우나 업종 No.1 대안

3Q 호조 - 2021년 2회에 걸친 평가 인상으로 원가 상승분에 대응

3분기 연결 매출액 8,138억원(+30.4% YoY), 영업이익 430억원(+63.5% YoY), 영업 이익률 5.3%의 호실적을 기록했다. 1) 2분기 평가 인상에 이어 3분기 추가 인상을 단행(이익효과 +170억원)하며 원재료비 상승(이익효과 -258억원)에 대응했고, 2) 중국시장 판매 부진을 신항국 직수출 확대와 선진국 시장 판매로 대응하며 매출액이 증가(이익효과 +355억원)했기 때문이다.

중국 시장 판매량 급감은 악재, 신항국 직수출과 선진국향 개선으로 상쇄

건설기계 판매량 기준 전세계 단일 최대시장인 중국은 전년대비 역성장이 심화되고 있다. 4분기가 건설기계 산업의 전반적 비수기인 점을 감안하면 3분기 호실적 대비 감익은 불가피하다. 수익성이 양호한 직수출분 성장(3분기 +77% YoY)이 다소 둔화된다. 시장 내 No.2의 점유율을 유지중인 인도시장은 COVID-19 충격에서 완만히 개선되며, 북미시장과 유럽시장의 회복을 기반으로 중국의 부진을 상쇄한다.

투자의견 Buy 유지 - 업종의 De-rating은 불가피 하나, 합리적인 대안

투자의견 Buy를 유지하며, 12개월 선행 기준 PBR 0.9배 PER 10배를 적용하여 적정주가는 60,000원을 제시한다. 2018년 이후부터 2021년 1분기까지 사상 초유의 호황을 지속했던 중국 건설기계 시장이 Peak-out 했다는 우려로 전세계 건설기계 업계 전반의 주가 De-rating은 불가피했다. 산업 전반의 부진에도 그룹의 사업구조 재편과정의 수혜가 유력하고, 중국의 부진을 상쇄할 동력을 현명하게 찾고 있는 기업이다. 현재 주가는 2021년 예상 기준 PER 5.3배에 불과하다. 건설기계 업종에서 찾을 수 있는 가장 합리적인 대안이다.

표1 현대건설기계 3Q21 Review

(십억원)	3Q21P	2Q21	(% QoQ)	3Q20	(% YoY)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	813.8	952.6	-14.6	624.1	30.4	733.3	11.0	695.8	17.0
영업이익	43.0	70.7	-39.2	26.3	63.5	26.5	62.1	41.6	3.5
세전이익	44.5	88.0	-49.4	15.2	192.0	-7.0	-735.7	31.5	41.1
순이익	33.2	65.5	-49.3	5.3	523.6	16.5	101.2	24.3	36.7
지배주주순이익	32.3	60.1	-46.3	2.9	1025.1	-3.5	-1022.9	20.7	56.4
영업이익률	5.3	7.4		4.2		3.6	1.7	6.0	-0.7
순이익률	4.1	6.9		0.9		2.3	1.8	3.5	0.6

주: 컨센서스는 2021년 10월 26일 기준
 자료: 현대일렉트릭, 메리츠증권 리서치센터

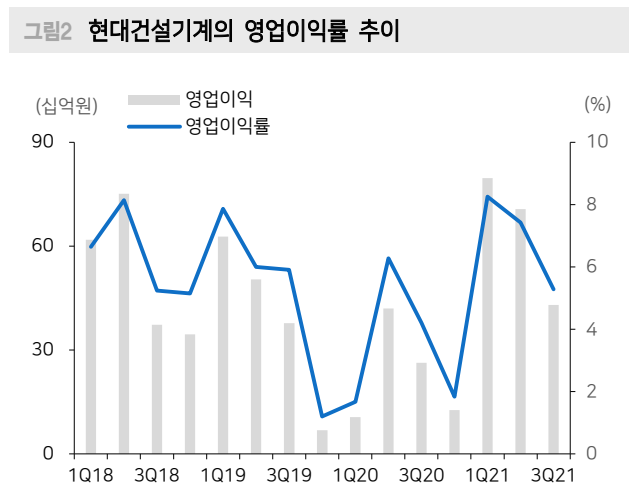
표2 현대건설기계의 영업실적 및 추이 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	1Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	
매출액	636.3	668.4	624.1	688.7	964.9	952.6	813.8	667.2	885.7	874.4	754.5	636.3	2,618	3,398	3,151	
영업이익	10.7	42.0	26.3	12.7	79.7	70.7	43.0	34.1	61.6	53.4	39.3	29.3	92	227	184	
세전계속사업이익	3.0	27.4	15.2	-36.4	77.6	88.0	44.5	23.0	53.3	38.7	34.7	26.9	9	233	154	
당기순이익	1.2	19.1	5.3	-17.1	59.4	65.5	33.2	21.2	41.1	29.8	26.7	20.7	9	179	118	
매출액 증가율	YoY	-20.3	-20.5	-2.4	20.0	51.6	42.5	30.4	-3.1	-8.2	-8.2	-7.3	-4.6	-8.2	29.8	-7.3
	QoQ	10.8	5.1	-6.6	10.3	40.1	-1.3	-14.6	-18.0	32.8	-1.3	-13.7	-15.7			
영업이익 증가율	YoY	-83.0	-16.8	-30.5	84.2	646.7	68.6	63.5	168.9	-22.7	-24.5	-8.5	-14.1	-42.0	148.3	-19.3
	QoQ	55.1	293.3	-37.4	-51.8	528.5	-11.2	-39.2	-20.7	80.7	-13.3	-26.3	-25.5	-42.0	148.3	-19.3
영업이익률		1.7	6.3	4.2	1.8	8.3	7.4	5.3	5.1	7.0	6.1	5.2	4.6	3.5	6.7	5.8
순이익률		0.2	2.9	0.9	-2.5	6.2	6.9	4.1	3.2	4.6	3.4	3.5	3.3	0.3	5.3	3.8

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

3Q21 Conference Call Q&A

Q1 원자재, 운임 인상 감안 원가 상승 추세? 판가 인상이 어떻게 반영되고 있는지?

A1 3 분기 원가에서 재료비 인상이 가장 많이 영향을 미침. 4-5 월경 재료비 인상을 예측하고 판가인상. 높은 강판가격 2022 년 상반기까지는 가격 유지, 하반기 조정 예상. 물량 효과와 판가인상으로 원가 인상 커버 중.

올해 2-3 분기 원가 상승 바로 반영됐지만, back order 가 많아 판가 인상은 시차가 좀 있음. 7 월 1 일 가격인상에도 실질적 적용은 3-4 개월 후.

3 분기 원가는 바로 반영, 판가인상은 일부만 반영됨. 2022 년 추가적 판가 인상 계획. 일부 지역은 이미 발표함.

Q2 공급망 관련 매출 병목현상이 있었는지? 4분기 영업 줄이는 부분이 있는지?

A2 공급망은 완벽이 해결된 상황은 아님. 동사 생산 capa 큰 문제는 없음. 실제로 매출 포텐셜은 더 크다. 아직 back order 를 100% 만족시킨 상황은 아님.

4 분기라고 특별히 영업을 slow 하게 하진 않았음. 선진시장 같은 경우 연식이슈로 딜리버리를 12 월→1 월로 미루는 경우 있었음. 그러나 2021 년은 4 분기로 당겨서 빨리 달라는 고객이 많음. 3 분기 매출 중국 시장은 보수적으로 운영하며 대리상 딜러의 재고를 줄임. 4 분기 특별한 매출 감소는 없을 것.

Q3 글로벌 유연생산이 높은 YoY 증가율을 보이는데 기저효과 아닌지? 중국, 인도 생산 수출 증가율 말고 판매대수, 금액 등 절대 수치로?

A3 기저효과가 있었음. 중국은 2021 년 시작하여 100 대 미만, 인도가 250 대 가량, 브라질 300-350 대가량. 전체적으로 3 분기 누계 600 대 가량.

처음에는 모델 선정 등 시간이 걸리지만 가속도가 붙음. 2022 년에는 훨씬 많은 물량을 기대함.

Q4 브라질이랑 중국 법인 추가 지분 매입부분 언제 들어오는지?

A4 지분매입관련 2021 년 연내 모두 완료될 것. 산업차량 양수도는 2022 년 1 월 1 일, 브라질법인, 한국조선해양 중국법인 지분 매입은 12 월 31 일내로 모든 절차가 완료될 것.

Q5 추가 판가 인상계획?

A5 4-5 월에 1 차, 3 분기에 2 차적으로 인상했음. 2022 년 1 분기에 인상 계획이 있음. 보통 연 1 회 인상하는데 빠른 원가변동으로 올해 두번한 것.

Q6 연말 배당정책은 유지되는지?

- A6** 유지함. 당기순이익의 30%까지 계획 중.
- Q7** 신홍시장 신차판매 마진 밴드? 중국과 비교 부탁
- A7** 신홍시장 포함 직수출은 7-8% 수준 마진을 기록함. 2021 년 2 분기에는 9%정도, 3 분기 7% 정도 수준.
광저우 법인은 보통 10%, 2 분기 9%, 3 분기에는 더 안 좋았음.
- Q8** 4 분기 실적 전망?
- 전통적으로 4 분기는 시장 축소. 이익률 높은게 직수출인데, 4 분기 물량효과로 영업이익은 3 분기보다 안 좋을 것.
중국은 진정세를 보여 이익 회복은 있을 것. 전체적 이익 기여도는 낮을 것. 북미/유럽은 3 분기와 비슷할 것. 4 분기 전체적 영업이익은 1%보다는 상회하되 6% 수준은 되지 않음.
- Q9** 3 분기 전년대비 신홍 수주액 어느정도 증가했는지?
- A9** 2020 년 상반기는 수주는 적었지만, 3 분기부터는 회복. 그럼에도 2021 년 3 분기 신홍시장 수주액은 전년대비 2 배 증가함.
- Q10** 중국 대리상 재고 상황은? 총당금 쌓일 일은 없는지?
- A10** 자체 공장 재고는 안정적으로 조절. 3 분기 중국서 대리상 재고를 다른 지역보다 적게 유지하는 전략. 5-6 월 물량이 7-8 월 재고로 쌓였지만 현재 딜러 재고는 줄여서 한 달치도 안됨. 연말 재고 처리상황, whole-sale, retail 상황 파악할 예정. 일부 총당금 있겠지만 충격적인 수준은 아닐 것.
- Q11** 2022 년부터 산업차량 추정치 빼야 하는데, 영업이익과 산업차량 금융비용은?
- A11** 산업차량은 차입금을 전혀 갖고 가지 않음. 영업이익률은 2020 년 1-2% 수준, 2021 년은 3 분기 3.5%-4% 범위.
무형자산 상각으로 총당금 있었음. 실적/영업이익 안좋아지면 더 많이 쌓는 구조였는데 2021 년 해소됨.
- Q12** 산업차량 매출에 비교하면 싸게 매각하는게 아닌지? 벨류에이션 차이는?
- A12** 2021 년 실적이 좋아졌는데 과거에는 적자도 본적이 있어 수익성에 고려됨. 순자산가로 평가할 때 토지, 공장은 가져가지 않아 반영되지 않았음. 순자산가 1,200 억원으로 감정 받음.

현대건설기계 (267270)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,852.1	2,617.5	3,398.4	3,150.9	3,232.7
매출액증가율 (%)	-11.8	-8.2	29.8	-7.3	2.6
매출원가	2,307.6	2,154.7	2,695.9	2,526.8	2,536.3
매출총이익	544.6	462.8	702.5	624.0	696.4
판매관리비	386.8	371.2	475.1	440.5	451.9
영업이익	157.8	91.6	227.5	183.6	244.5
영업이익률	5.5	3.5	6.7	5.8	7.6
금융손익	-11.4	-42.8	7.2	-13.8	-10.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-75.9	-39.6	-1.6	-16.1	-15.6
세전계속사업이익	70.5	9.2	233.1	153.6	218.7
법인세비용	19.6	0.7	53.6	35.3	50.3
당기순이익	50.9	8.5	179.5	118.3	168.4
지배주주지분 순이익	3.2	-9.7	157.9	104.8	150.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	155.3	274.8	-0.1	236.9	209.6
당기순이익(손실)	50.9	8.5	179.5	118.3	168.4
유형자산상각비	48.7	50.9	52.4	53.1	53.5
무형자산상각비	26.9	19.1	11.4	10.7	10.2
운전자본의 증감	-63.1	124.7	-202.5	58.1	-19.2
투자활동 현금흐름	-363.5	136.0	-13.4	-50.2	-59.7
유형자산의증가(CAPEX)	-95.1	-98.1	-70.0	-67.7	-65.5
투자자산의감소(증가)	0.0	-3.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	108.0	82.9	40.0	-104.1	-94.1
차입금의 증감	179.2	92.6	40.0	-85.0	-75.0
자본의 증가	-199.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-99.7	490.6	39.9	81.0	54.2
기초현금	322.4	222.8	713.4	753.4	834.4
기말현금	222.8	713.4	753.4	834.4	888.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,151.5	2,265.0	2,628.9	2,594.3	2,686.9
현금및현금성자산	222.8	713.4	753.4	834.4	888.6
매출채권	331.3	315.0	408.9	379.1	389.0
재고자산	856.7	720.7	935.8	867.6	890.1
비유동자산	1,036.5	1,090.9	1,087.7	1,088.5	1,088.8
유형자산	669.2	744.0	755.9	770.5	782.5
무형자산	184.5	153.9	147.5	141.9	137.1
투자자산	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
자산총계	3,188.1	3,355.9	3,716.7	3,682.8	3,775.7
유동부채	1,052.8	1,156.5	1,364.2	1,280.6	1,265.0
매입채무	161.8	250.1	324.8	301.1	308.9
단기차입금	472.6	544.5	574.5	554.5	544.5
유동성장기부채	197.8	150.3	190.3	170.3	150.3
비유동부채	558.1	611.8	602.3	550.8	508.0
사채	269.4	379.1	359.1	329.1	299.1
장기차입금	190.0	150.9	140.9	125.9	110.9
부채총계	1,610.9	1,768.3	1,966.6	1,831.4	1,773.0
자본금	98.5	98.5	98.5	98.5	98.5
자본잉여금	774.7	774.7	774.7	774.7	774.7
기타포괄이익누계액	72.7	88.9	91.1	93.1	95.1
이익잉여금	306.9	298.3	437.2	522.9	654.0
비지배주주지분	366.5	369.2	390.8	404.2	422.5
자본총계	1,577.1	1,587.5	1,750.1	1,851.4	2,002.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	144,773	132,865	172,501	159,937	164,090
EPS(지배주주)	164	-490	8,016	5,319	7,622
CFPS	13,532	9,518	14,006	11,809	14,933
EBITDAPS	11,847	8,200	14,781	12,557	15,645
BPS	61,454	61,841	68,999	73,456	80,213
DPS	0	0	1,000	1,000	1,500
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.4	2.4	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	182.5	-66.9	5.3	8.0	5.6
PCR	2.2	3.4	3.0	3.6	2.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
EBITDA	233.4	161.5	291.2	247.4	308.2
EV/EBITDA	5.5	7.0	4.7	4.9	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	-0.8	12.3	7.5	9.9
EBITDA 이익률	8.2	6.2	8.6	7.9	9.5
부채비율	102.1	111.4	112.4	98.9	88.5
금융비용부담률	1.4	1.4	1.1	1.2	1.1
이자보상배율(x)	4.1	2.6	6.0	5.0	7.1
매출채권회전율(x)	7.8	8.1	9.4	8.0	8.4
재고자산회전율(x)	3.0	3.3	4.1	3.5	3.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

현대건설기계 (267270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

